Tweede Kamer der Staten-Generaal

2

Vergaderjaar 2015–2016

21 501-07 Raad voor Economische en Financiële Zaken

Nr. 1310 **VERSLAG VAN EEN HOORZITTING**
Vastgesteld 24 september 2015

De vaste commissie voor Financiën heeft op donderdag 5 februari 2015 een gesprek gevoerd met de president van de Nederlandsche Bank over **de op 22 januari 2015 door de Europese Centrale Bank (ECB) genomen monetaire beleidsmaatregelen**.
Van dit gesprek brengt de commissie bijgaand geredigeerd woordelijk verslag uit.

De voorzitter van de vaste commissie voor Financiën,
Duisenberg

De griffier van de vaste commissie voor Financiën,
Berck

kst-21501-07-1310
ISSN 0921 - 7371
’s-Gravenhage 2015

Voorzitter: Duisenberg
Griffier: Berck

Aanwezige leden: Tony van Dijck, Duisenberg, Groot, Harbers, Klaver, Koolmees, Merkies, Nijboer, Omtzigt en Schouten.

Aanvang 14.30 uur.

De **voorzitter**: Ik heet iedereen van harte welkom, in het bijzonder de president van de Nederlandsche Bank. Dank voor uw komst. Dit is een door de vaste commissie voor Financiën georganiseerde hoorzitting met de president van de Nederlandsche Bank om een toelichting te krijgen op het door de ECB gevoerde beleid, in het bijzonder de op 22 januari 2015 door de ECB genomen beleidsmaatregelen. De president zal starten met een toelichting aan de hand van een presentatie. Die presentatie is rondgedeeld en is ook beschikbaar voor de mensen op de publieke tribune. De bode zal die straks ronddelen. Mensen die dit op afstand volgen, kunnen de presentatie op tweedekamer.nl bekijken zodra we er hier aan beginnen.
We starten met een toelichting door de heer Knot. Naar verwachting duurt die een halfuur tot drie kwartier. Ik vraag de leden om hun vragen tot na de presentatie te bewaren, behalve als zij toelichting nodig hebben om de slides te kunnen begrijpen.

De heer **Knot**: Dank voor de uitnodiging. Inmiddels begint het iets van een traditie te worden dat de Kamer een toelichting vraagt op sommige monetaire beleidsmaatregelen die met name in het kader van de eurocrisis en de financiële crisis worden genomen. Vandaag zal ik focussen op het nieuwe programma: quantitative easing (QE). Ik zal straks uitleggen wat dat precies is. Het is een programma waartoe de governing council op 22 januari jl. heeft besloten.
Er is al een hoop gezegd en gezwegen over dit programma. Ik denk dat het verstandig is om deze presentatie te beginnen met een heel basic plaatje. Bij elk monetair besluit, dus ook bij dit besluit, wordt er standaard een afweging gemaakt tussen drie verschillende elementen. Ten eerste noodzaak: is het nodig een bepaald instrument in te zetten? Ten tweede effectiviteit: hoe effectief is het instrument dat we willen inzetten? Gaat het het beoogde doel bewerkstelligen? Ten derde risico’s: we grijpen in in marktwerking, en waar je beleid activeert, zijn er ook onbedoelde neveneffecten. Anderhalve week geleden heb ik al toegelicht waar ikzelf in dit besluit heb gestaan. Vandaag wil ik het besluit als zodanig als een gegeven beschouwen. Het is er, want het is anderhalve week geleden genomen. Ik denk dat het doel vandaag vooral moet zijn dat we inzoomen op wat dit besluit gaat betekenen. We kunnen natuurlijk delibereren over de noodzaak, maar ik denk dat dat mosterd na de maaltijd is, want het besluit is er. Vandaag wil ik dus vooral focussen op de bodem van de driehoek: wat zijn de beoogde effecten en wat zijn de onbedoelde neveneffecten?
Wat is er nou besloten op 22 januari? Er was al een opkoopprogramma voor bepaalde specifieke activa: covered bonds en asset-backed securities. Dat opkoopprogramma werd eigenlijk geplaatst in de sleutel die wij credit easing noemden. Dat waren gerichte interventies om de kredietverlening van banken aan de reële economie te stimuleren. Daarvoor deden wij ook aankopen, maar dat waren aankopen van een relatief beperkte schaal. Het doel van die aankopen was ook niet om volume te genereren, maar om heel specifiek – chirurgisch bijna – in te grijpen en banken te stimuleren om de kredietverlening te vergroten. Het besluit van 22 januari is het besluit om dit programma uit te breiden met de aankoop van staatspapier, dus papier uitgegeven door soevereine overheden. Het doel van dit programma is veel meer om volume te

genereren. Het gaat dus niet meer specifiek over vormen van kredietverlening. Het is dus geen credit easing, maar quantitative easing. We gaan dus van kredietverruiming naar kwantitatieve verruiming.
Ook hierbij kun je het, zoals bij monetaire besluitvorming in het algemeen, hebben over de noodzaak – hoe groot is het deflatierisico? – over effectiviteit – wat draagt het bij aan het realiseren van onze inflatiedoelstelling? – en de risico's met betrekking tot de onbedoelde neveneffecten. Het perspectief is bij de besluitvorming natuurlijk altijd gericht op de eurozone als geheel. Het grootste deel van mijn presentatie zal dan ook gewijd zijn aan de eurozone als geheel. Aan het einde zal ik echter specifiek inzoomen op wat dit voor Nederland betekent.
Het onconventionele beleid was tot dusverre dus vooral gericht op credit easing en het ondersteunen van de doorwerking van het monetaire beleid via het bancaire leenkanaal naar de reële economie. QE breidt dit uit en beoogt vooral een verruiming van de monetaire condities. Het is dus gewoon een forse, grootschalige liquiditeitsimpuls. Als je een grote schaal nodig hebt, is er eigenlijk maar één markt die zich daar goed voor leent en dat is de markt voor staatsobligaties. Daar kun je namelijk zonder al te veel fricties toch op redelijk korte termijn een redelijk groot volume genereren.
Bij die aankopen hebben wij ons beperkt tot investment grade staatspapier. In termen van rating is dat triple B of hoger. Er zijn op dit moment twee soevereine staten in de eurozone die daar niet aan voldoen, namelijk Griekenland en Cyprus. Dat papier is op dit moment lager geratet. Zolang dit soort landen in een programma zit en zolang dat programma on track en performing is, en er dus uitzicht is op een positieve review als het programma geëvalueerd wordt, is de governing council bereid om hier een waiver voor te geven. Dat is op dit moment voor Griekenland niet het geval. Er is op dit moment onvoldoende bewijs dat er sprake is van een programma waaraan commitment van de autoriteiten bestaat en dat on track is en waar gemaakte afspraken worden nagekomen.
Staatsobligaties zijn er van verschillende emittenten, verschillende overheden. We hebben op elke emittent een limiet gezet van 25% maximaal per emissie. De reden daarvoor is de volgende. Als je meer dan dat percentage van een zekere emissie in je bezit hebt, is het niet meer mogelijk om eventueel een herstructurering van de schuld te krijgen zonder dat de ECB daar expliciet toestemming voor moet geven omdat het anders een blokkerende minderheid heeft. De ECB mag, gelet op het verbod op monetaire financiering, nooit getrokken worden in discussies over schuldherstructurering. Dat is gewoon strijdig met het Verdrag van Maastricht en strijdig met het verbod op monetaire financiering. Dat plaatst dus ook een bovengrens aan de hoeveelheid staatsobligaties uit een bepaalde emissie die de ECB op zijn balans kan nemen.
De aankondiging is expliciet gekoppeld aan ons inflatiemandaat. De reden om dit te doen is immers de lage inflatie. Door deze aankondiging hieraan te koppelen, hebben we eigenlijk de eerder afgegeven forward guidance, dus het commitment dat we de rentes langdurig laag zouden houden, door dit programma nog eens verder versterkt. Dus ons commitment aan de belofte om de rente langdurig laag te houden, wordt vergroot doordat wij nu zelf ook posities gaan innemen op dat commitment. Natuurlijk behouden wij ons, als altijd, de discretionaire ruimte voor om het programma te beëindigen, mocht het zo zijn dat onze doelstelling bereikt is. Dat zou ook eerder kunnen zijn dan de afgegeven einddatum. Uiteindelijk blijven wij namelijk altijd de baas over onze eigen besluiten.
Ik zal even ingaan op risicodeling, al kom ik daar straks uitgebreider op terug. We hebben ervoor gekozen om in dit programma de risicodeling vergaand te beperken. Dat kwam voort uit de zorg dat we dit echt een monetaire beleidsbeslissing wilden laten zijn en geen besluit dat interfereert met vraagstukken van budgettaire risicodeling, die naar mijn

opvatting bij de Kamer, de Minister van Financiën en het kabinet horen, en niet op de tafel van centrale bankiers.
Hoe zou dit programma mogelijkerwijs kunnen werken? In de literatuur worden er grosso modo vier kanalen onderscheiden waarlangs zo'n kwantitatieve verruiming een positief effect kan hebben op de inflatie. Het eerste en meest zichtbare kanaal is het feit dat kwantitatieve verruiming de rentes nog verder verlaagd. Dat is vooral al gebeurd in de aanloop naar het besluit. Het besluit is immers vroeg aangekondigd en vanaf de herfst van vorig jaar zijn er steeds duidelijkere signalen gegeven aan de markten dat het programma eraan zat te komen. Dat heeft geleid tot het verder vervlakken van de rentecurve. In de VS is dit vooral bij de eerste ronde van quantitative easing een heel sterk kanaal geweest. Een belangrijk verschil met Europa is dat de rentetermijnstructuur hier al veel vlakker was voordat we überhaupt gedachten begonnen te vormen over quantitative easing. Dus hier is de potentie voor de rentes om nog verder verlaagd te worden en voor de rentetermijnstructuur om verder vervlakt te worden, kleiner dan in de Verenigde Staten het geval was.
Een vervolgstap is dat dit via de herschikking van portefeuilles zou kunnen doorwerken in lagere leenrentes die banken in rekening brengen bij private partijen, consumenten en bedrijven. Daardoor kan er een verdere stimulans worden gegeven aan de kredietverlening. Dat effect werkt simpel: we maken het beleggen in staatsobligaties steeds onaantrekkelijker doordat we die rentes steeds verder omlaag brengen, en de hoop is dan dat partijen die nu nog staatsobligaties hebben, die aan ons gaan verkopen en vervolgens op zoek gaan naar andere beleggingen om rendement te halen, waardoor ook de prijzen van die activa omhoog en de rendementen omlaag gaan. Dan zouden de financieringskosten ook via die kanalen moeten dalen.
Een derde mogelijk kanaal is het vermogenskanaal. QE leidt tot het opdrijven van activaprijzen. Mensen die activa in hun bezit hebben, worden daar rijker van. Een deel van die rijkdom zouden zij kunnen aanwenden voor extra bestedingen en extra consumptie.
Ik stop even bij deze eerste drie, voor ik overga naar de vierde. Dit zijn drie kanalen die we ook in de VS hebben gezien. De meningen over de effectiviteit ervan zijn wel verdeeld, ook in de Amerikaanse context. Los daarvan is de vraag ook gerechtvaardigd of je, zelfs als het in de VS effectief geweest is, dezelfde mate van effectiviteit kunt overplaatsen op de eurozone. De eurozone heeft nu eenmaal een ander financieel systeem. Het is minder gebaseerd op financiële markten en meer op bancaire kredietverlening. De effecten die ik tot dusverre heb geschetst, werken vooral via de financiële markten.
Dat geldt niet voor het vierde kanaal: de depreciatie van de wisselkoers. Daarover bestaat vrij grote consensus. Dit is eigenlijk het enige kanaal waarover geen debat bestaat. Dit is een belangrijk transmissiekanaal waarlangs QE een positief effect kan hebben op zowel de economische activiteit als de inflatie. Over de eerste drie kanalen is dus een hoop debat. Daarover kun je dus ook van mening verschillen. Over het vierde kanaal bestaat vrij weinig verschil van inzicht. Toen de VS nog QE deed werd de dollar daardoor verzwakt. Nu wij in Europa hebben besloten tot QE over te gaan, is met name in de aanloop daarnaartoe de euro al behoorlijk verzwakt. Dat is een logisch effect.
Wat beogen we meer precies te bewerkstelligen? In de grafiek op de vijfde slide laat ik de inflatieontwikkeling zien. Dit gaat om de totale inflatie, dus inclusief de meer volatiele en tijdelijke componenten, zoals olie, energie en voedsel. Dit was de lijn zoals wij die in december 2014 bij onze laatste ramingenexercitie hadden opgesteld. Inmiddels is daar ook de flash voor januari uitgekomen. Deze exercitie werd begin december afgesloten, maar sinds begin december is de olieprijs nog fors verder gedaald. Ik meen dat we deze exercitie hebben afgesloten op een olieprijs van 86 dollar en inmiddels is die, dacht ik, 52 of 53 dollar. Dan kunt u zelf wel berekenen

dat die nog verder fors verlaagd is. Dat zien we in het voorlopige datapunt voor januari. De twee stippellijnen laten de verwachte inflatie zien, zoals die in begin december 2014 in onze ramingen zat voor 2015 en 2016. Inmiddels weten we dat de verder gedaalde olieprijzen er waarschijnlijk toe leiden dat, als we deze raming vandaag de dag opnieuw zouden doen, de onderste stippellijn in ieder geval fors verlaagd gaat worden. We weten dus nu al dat de inflatie in 2015 fors lager zal uitkomen dan wij begin december dachten, simpelweg omdat de olieprijs nog zo veel verder gedaald is.
Onduidelijker is wat dit gaat betekenen voor onze verwachting voor 2016. Deze olieprijsdaling heeft zich nog volledig in 2014 voltrokken en blijft dus twaalf maanden lang in de cijfers zitten, maar loopt in december 2015 dus uit de cijfers. Dus alleen als je veronderstelt dat er significante tweederonde-effecten gaan optreden – op de loonvorming en vanwege het feit dat andere producenten ook hun prijzen veranderen – dan zou het ook effect moeten hebben op de verwachte inflatie in 2016. Hoe dan ook, bij ons besluit zijn we ervan uitgegaan dat de tweede stippellijn de verwachte inflatie in 2016 is. Die ligt dus kort onder de 1,5%. De impuls die uitgaat van het programma waartoe op 22 januari is besloten, zou de kloof tussen de doelstelling van kort onder de 2% en de voorspelling voor 2016 moeten dichten. Met andere woorden: je kunt ongeveer zeggen dat de aankoop van 1,14 biljoen aan activa zou moeten leiden tot ongeveer 0,5 procentpunt extra inflatie in 2016.
Ik hoor iemand uit het publiek de vraag stellen of dit voor Nederland of voor Europa is. Dit is allemaal voor Europa. Ik kom pas aan het einde van mijn betoog op Nederland. Tot dusverre ging alles over Europa.
Deze effecten zijn inherent onzeker. Het gaat om een instrument dat in Europa nog nooit eerder is ingezet. We weten ongeveer wat het in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk heeft gedaan. De effecten liggen ongeveer in dezelfde orde van grootte. Tegelijkertijd weten we ook dat de uitkomsten uit die landen niet zomaar op de eurozone te projecteren zijn. Er is niet alleen een verschil in uitgangspositie wat betreft de rentetermijnstructuur aan het begin van het programma, maar er zijn ook verschillen in de financiële structuur, die ik eerder al heb toegelicht.
Ik wil nog even opmerken dat meer dan 60% van de daling 'm in de olieprijs zit. Dat geeft toch even een gevoel van hoe belangrijk energiekosten op dit moment zijn in het overall inflatiebeeld.

De heer **Tony van Dijck** (PVV): Is voor 2016 de verwachting dat het stippellijntje op 1,5% blijft? Of gaat dat ook 0,5% naar beneden vanwege die punt?

De heer **Knot**: Als het programma de beoogde effecten bereikt, gaat het stippellijntje met precies 0,5% omhoog zodat het stippellijntje terecht zal komen op de blauwe lijn, want de blauwe lijn is de doelstelling. Dan zou de inflatieverwachting voor 2016 door ons zijn teruggebracht naar 2%. Dat is onze doelstelling.

De heer **Tony van Dijck** (PVV): Dat begrijp ik. Van het eerste stippellijntje zegt u dat het vanwege die punt 0,5% zou moeten dalen, richting nul, in de verwachting voor 2015. Daalt het tweede lijntje voor 2016 dan ook navenant met 0,5%?

De heer **Knot**: Nee, dat daalt alleen navenant mee als je veronderstelt dat er significant belangrijke tweedeorde-effecten zouden optreden van de daling van de olieprijs. Normaal gesproken kijken wij altijd door de olieprijs heen en zeggen we altijd dat energieprijzen gewoon een tijdelijk fenomeen zijn, en dat we ons daar pas zorgen over moeten maken als het zou leiden tot tweedeorde-effecten. Denk bijvoorbeeld aan lagere looneisen, waardoor andere producenten vervolgens een lagere

doorwerking van loonkosten hebben en dus ook hun prijzen gaan verlagen. Daarvoor moeten we scherp in de gaten houden wat er bijvoorbeeld gebeurt met de diensteninflatie. Dat is een vrij krachtige indicator daarvoor. Op dit moment hebben wij nog geen aanwijzingen dat de lagere olieprijs ook doorwerkt in een lagere diensteninflatie, maar dat zullen we nauwgezet moeten monitoren.

De heer **Tony van Dijck** (PVV): De lage olieprijs – van 86 naar 55 dollar – heeft dus alleen effect op de inflatie voor het eerste jaar? In het tweede jaar is dat effect dus weggevlakt?

De heer **Knot**: Ja. Dat komt omdat wij de inflatie meten als een twaalfmaands voortschrijdend gemiddelde. Als de laatste daling in december 2014 heeft plaatsgehad, dan loopt dat in december 2015 uit de cijfers. Dan worden de cijfers vanaf januari 2016 niet meer direct beïnvloed door de olieprijsdaling, tenzij de olieprijzen in 2015 nog verder omlaag zouden gaan. Dat zien we op dit moment niet, want we zien enige stabilisatie en zelfs een licht herstel. Maar goed, het blijft natuurlijk koffiedik kijken wat de olieprijs verder gaat doen dit jaar.
Deze presentatie kan niet zonder enige kanttekeningen bij deze beoogde effecten. Een eerste kanttekening die ik wil plaatsen, is dat de effecten die ik zojuist heb beschreven vooral plaatshebben op financiële markten. Je kunt dus zeggen dat QE vooral de risiconeming op financiële markten bevordert. Maar wat hebben we nodig om de economie weer aan de gang te krijgen? Daarvoor hebben we meer risiconeming in de reële economie nodig. Het belangrijke verschil tussen die twee is dat risiconeming op financiële markten vooral een activiteit is die de prijzen van bestaande activa opdrijft, maar het creëert geen nieuwe activa. Voor echt meer en nieuwe economische activiteit hebben we het creëren van nieuwe activa nodig: investeringen. We hebben ondernemers nodig die investeringsplannen gaan realiseren. Dat is een belangrijk verschil. Op dit moment zie je in de huidige economische situatie iets van een scheiding tussen wat er aan de ene kant in de financiële sfeer en aan de andere kant in de reële economie gebeurt. QE kan alleen effectief zijn als je veronderstelt dat het stimuleren van financiële risiconeming uiteindelijk ook gaat leiden tot meer risiconeming in de reële economie. Dat zien we helaas nog steeds amper.
We zien dat er, ook met alle programma's die we in het verleden hebben gedaan – de monetaire verruimingen die we al hebben toegepast – een dichotomie blijft bestaan tussen wat er in de financiële sector gebeurt en wat er in de reële economie aan het gebeuren is. Je ziet in de grafiek bijvoorbeeld het verschil tussen wat er met de investeringen en de aandelenkoersen gebeurt. De aandelenkoersen gaan over actie op de financiële markten. De investeringen slaan op actie in de reële economie. Ik had hier ook het beleggersvertrouwen versus het producentenvertrouwen kunnen laten zien. Dan krijg je precies hetzelfde beeld te zien. Beleggers hebben een hoog vertrouwen, producenten hebben een iets minder hoog vertrouwen. Zolang de bereidheid om financiële risico's te nemen zich niet vertaalt in de bereidheid om ook economische risico's te nemen, zal het effect op de groei en de inflatie zeer beperkt blijven.
Waarom gebeurt dit nou niet? Waarom blijft deze scheiding bestaan? Dat heeft vooral te maken met het feit dat banken, huishoudens en ook bedrijven nog bezig zijn met balansherstel. Op het moment dat zij meer financiële mogelijkheden krijgen, worden die niet automatisch gebruikt voor meer bestedingen en meer investeringen. Nee, dan lekt een belangrijk deel daarvan weg om de bestaande schuldenlast af te lossen en te verminderen. Daarnaast speelt mee dat de groeivooruitzichten ook niet heel florissant zijn. Het gaat langzamerhand beter in Europa, maar we hebben het nog niet over spectaculaire groeicijfers. Ook voor de investeringen is het van belang dat de toekomstige vraag wordt gegenereerd. Dit

zet dus een natuurlijke rem op de effectiviteit van dit soort maatregelen die vooral aangrijpen bij het stimuleren van financiële risiconeming. Daarnaast is het zo dat, naarmate de financiële sector steeds meer losgezongen raakt van de reële economie, dat ook zijn eigen problemen creëert. Dat creëert misallocatie van middelen. Dat creëert lage rentes waardoor onhoudbare schuldniveaus toch in stand worden gehouden, de noodzakelijke saneringen op balansen niet plaatsvinden en groeibevorderende hervormingen worden uitgesteld. Dat creëert op langere termijn nieuwe problemen. Laten we ook niet vergeten dat we in deze financiële crisis zijn geraakt door dit type onevenwichtigheid, doordat er in de financiële sector bepaalde zeepbellen zich hadden opgebouwd die op een bepaald moment tot uiting zijn gekomen. We hebben nu al voldoende aanwijzingen dat op een aantal obligatiemarkten de waarderingen los zijn komen te staan van onderliggende economische waarden, onderliggende kasstromen, verdienvermogen enzovoort. QE loopt het risico om die onevenwichtigheid nog eens verder uit te vergroten. De prikkels bij andere partijen om fundamentele aanpassingen te doen, nemen dus af. Dat kan op de langere termijn zowel de financiële stabiliteit als de potentiële groei ondermijnen.

Ik wil ook inzoomen op een specifieke partij waarvoor dit geldt, namelijk de overheden. Het is ook van belang dat wat wij doen aan de monetaire kant in bijvoorbeeld een programma als QE, de prikkels voor hervormingen bij de overheden niet verminderen. We moeten, met andere woorden, het risico op moral hazard – het morele risico – zo veel mogelijk binnen de perken houden. Monetair beleid kan immers tijd kopen, maar monetair beleid kan de structurele problemen in een economie niet oplossen. Het optimisme bij de beleggers zou erop kunnen duiden dat men verwacht dat die onderliggende fundamentals in de loop van de tijd ook zullen verbeteren. Maar goed, om dat marktvertrouwen niet te beschamen zal het ook nodig zijn dat eurolanden hun economieën fundamenteel daarop aanpassen.

Nu kom ik bij een belangrijk verschil tussen quantitative easing en een eerder programma waarvoor ik twee jaar geleden in de Kamer ben geweest, namelijk de outright monetary transactions (OMT). Aan het QE programma zijn totaal geen voorwaarden verbonden. Dit is een puur monetair programma. Het gaat dus om monetaire interventies. Dat OMT-programma van tweeënhalf jaar geleden was ook gestoeld op centralebankinterventies, maar kende de zogenoemde beleidsconditionaliteit. De centrale bank was pas bereid te interveniëren op het moment dat betrokken overheden zich zouden committeren aan een programma van structurele hervormingen en eventuele bezuinigingen, als die nodig zouden zijn om de overheidsfinanciën op orde te brengen.

Wat we wel hebben gedaan om dit morele risico te beperken, is de risicodeling beperken. Dat betekent dat QE niet kan fungeren als vangnet voor financiële risico's van individuele overheden. Nogmaals, dit soort hervormingen zijn gewoon heel hard nodig om het bedrijfs- en investeringsklimaat te verbeteren en om de bestedingen in de reële economie werkelijk aan te zwengelen. Dat bevordert op zijn beurt de effectiviteit van dit ruime monetaire beleid. Dat maakt het uiteindelijk ook weer mogelijk om deze onconventionele monetaire maatregelen ook weer een keer uit te kunnen faseren.

QE drukt de financieringskosten van overheden. Doordat de financieringskosten van overheden omlaag worden gebracht, creëert dat budgettaire ruimte bij overheden. Misschien is het wel zo dat in de huidige situatie, die toch kenmerken heeft van wat economen aanduiden als de liquiditeitsval, budgettaire stimulansen effectiever zijn dan nog meer monetaire stimulansen in een situatie waarin al sprake is van overdadige liquiditeit. Voor zover wij dus door dit beleid de rente laag houden en daardoor de rentelasten van overheden verminderen, zouden overheden in sommige landen die budgettaire ruimte misschien kunnen gebruiken voor infra-

structurele investeringen. In een land als Nederland kan het wellicht gebruikt worden om een belastingherziening te faciliteren. Ik heb daar in eerdere omstandigheden ook weleens iets over gezegd. Dat zou in ieder geval in mijn optiek een merkbaar positief effect kunnen hebben op de economische activiteit. Als die economische activiteit uiteindelijk de onbenutte capaciteit in de eurozone doet verminderen, dan heeft dat ook een positief effect op de inflatie.
Ik zal nog verder ingaan op risicodeling. Wat betekent dat? Als wij normaal gesproken monetair beleid voeren en transacties doen met allerlei tegenpartijen, dan worden de risico's gewoon gedeeld via de balans van de ECB. Bij dit programma hebben wij besloten dat grotendeels niet te doen. Er is sprake van beperkte risicodeling. Je kunt 20% zeggen, maar ook 8%. Waarom? Die 20% bestaat voor 12% uit de aanschaf van obligaties van multinationale Europese instellingen, zoals de Europese Investeringsbank en de EFSF. Dat zijn dus obligaties waarbij de facto de risico's al gedeeld zijn op de balans van de betrokken supranationale instelling. Daar vindt dus geen nieuwe risicodeling plaats door het feit dat dit programma deze obligaties opkoopt. Dat is de 12%. Slechts op 8% van de aankopen van individuele staatsobligaties vindt risicodeling via de balans van de ECB plaats. Waarom is dat zo? Omdat in alle programma's, ook in eerdere onconventionele programma's die we in het verleden onder de noemer «geen risicodeling» hebben uitgevoerd, de ECB altijd een aandeel had van 8%. Dat is welkom omdat de ECB ook zelf in de financiële markten actief moet zijn om die coördinerende regierol die hij natuurlijk in dit programma onverminderd heeft, te kunnen uitoefenen en omdat de ECB ook gewoon zijn deel wil hebben in de potentiële winsten die worden gegenereerd. Immers, rendement en risico zijn twee zijden van dezelfde munt. Als je risico's deelt, deel je ook de rendementen. Vandaar dat wij dus voor 8% van dit programma wel risicodeling hebben en voor 92% van de aankopen van individuele staatsobligaties niet. Dat is in lijn met de decentrale benadering die we hebben ten aanzien van de uitvoering van het monetaire beleid. Dat voorkomt vooral het moral hazardrisico, dus de indruk dat budgettaire risico's kunnen worden afgeschoven op de balans van de ECB. Dat zou de prikkel voor individuele overheden om zich te blijven hervormen en te moderniseren sterk doen verminderen. Nogmaals, dat zou ook de centrale bank op het domein van de budgettaire autoriteiten brengen – op het domein van het kabinet en de Tweede Kamer dus – en het budgetrecht ondermijnen. Dat hebben we dus mede daarom niet te doen. Daarmee is dit – en ik kom terug bij het begin van mijn presentatie – een veel normalere monetaire beleidsbeslissing geweest. Die ging weliswaar over de inzet van een abnormaal instrument, maar het besluit is puur een monetair beleidsbesluit en geen ander besluit.
Nog even over de vraag of we budgettaire risico's lopen op die 8%. Wij denken van niet. Vooralsnog zien wij geen aanleiding om onze eigen buffers hiervoor te verhogen. De ECB heeft namelijk ook een hoop buffers. De totale buffers van het eurosysteem – om toch even een cijfer te noemen – zijn ruim 450 miljard. Dit gaat dus überhaupt over slechts 80 miljard aan aankopen. De totale bestaande buffers zijn meer dan groot genoeg als er met die 8% iets misgaat. Van die 8% is overigens meer dan twee derde obligaties van triple-A- en double-A-landen. Slechts 32% van die 8% bestaat uit ratings lager dan double A. Deze risico's zijn dus verwaarloosbaar klein.
Dan kom ik bij het laatste punt: de gevolgen en risico's voor Nederland; ook niet geheel oninteressant. In algemene zin kan ik zeggen dat de dingen die ik voor de eurozone heb geschetst natuurlijk ook voor Nederland gelden. De risico's die ik geschetst heb in termen van potentiële zeepbellen en het eventuele gedrag van overheden, zouden ook in Nederland kunnen optreden. Ik wil me nu vooral even op de positieve beoogde effecten richten. Die lopen in Nederland vooral via de rente en

de wisselkoers. Ik heb in de grafiek de rentetermijnstructuur afgebeeld. De groene lijn is de Nederlandse rentetermijnstructuur. We zien inmiddels dat door het aankondigingseffect van QE ook de Nederlandse rentetermijnstructuur tot het vierjaarslopend inmiddels negatief is. Ik verwacht overigens dat de grootste effecten op rentes en wisselkoersen nu inmiddels wel geweest zijn. Als we gaan aankopen, verwacht ik geen grote additionele effecten meer. Markten zijn vrij rationeel en zijn hier al behoorlijk op vooruitgelopen.

Wat betekent dit voor Nederland? Laten we eerst kijken naar de huishoudens. Langdurig lage rentes hebben altijd herverdelingseffecten van vermogensbezitters en spaarders naar schuldenaren. Dat loopt dwars door alle eurolanden heen. Dat is dus ook in Nederland het geval. Het effect op de Nederlandse huishoudens is dus tweeledig. Het betekent lagere rentes op spaartegoeden, maar het betekent ook een lagere hypotheekrente voor diegenen die een behoorlijke hypotheekschuld hebben, want die hypotheekrentes zullen grosso modo meedalen met de daling van de staatsrentes. Dat is natuurlijk ceteris paribus. Je kunt over de marge van de banken ook nog het nodige zeggen – en dat doen sommige mensen ook – maar als ik daar even van afzie, dan betekent een daling van de risicovrije rente ceteris paribus ook een daling van de hypotheekrente. Dat is het effect op huishoudens.

De bedrijven gaan ook meeprofiteren van de depreciatie van de euro. Sinds april 2014 – dat is wel al een halfjaar voordat we überhaupt begonnen na te denken over QE – is de euro in nominale effectieve termen ongeveer 10% gedaald. Volgens onze modellen heeft dat een opwaarts effect op de activiteiten in Nederland van ongeveer 0,7 procentpunt per jaar gedurende de eerste twee jaar. Van dat positieve effect zullen Nederlandse ondernemers gaan meeprofiteren. Ongeveer de helft van die daling was al gerealiseerd voordat QE überhaupt in de picture kwam. De andere helft valt wel degelijk op het conto van QE te schrijven.

Dan is er nog het effect op financiële instellingen. Een vlakkere rentecurve is doorgaans niet zulk goed nieuws voor de banken. Dat betekent dat hun rentemarge toch onder druk komt te staan. Vaak financieren banken zich korter dan ze uitzetten. Een vlakkere rentecurve betekent voor hen dat er druk op de rentemarge komt. Voor institutionele beleggers, pensioenfondsen en verzekeraars geldt eigenlijk dat er aan beide kanten van de balans een effect waar te nemen is. Aan de ene kant leidt QE tot het opdrijven van activaprijzen. Dat is positief voor pensioenfondsen en verzekeraars, want die hebben nou eenmaal ook veel van dit soort activa in hun bezit. De activakant van de balans wordt dus opgedreven. Helaas geldt hetzelfde, en waarschijnlijk in nog iets sterkere mate, voor de verplichtingenkant van de balans. Hun verplichtingen worden afgerekend tegen de rente, de discontovoet. De marktwaarde van de verplichtingen zal dus heel hard toenemen. Netto is dat effect waarschijnlijk sterker dan het positieve effect op de activakant. Dat hangt natuurlijk wel weer af van de mate waarin pensioenfondsen en verzekeraars ervoor hebben gekozen dat renterisico af te dekken. Fondsen die dit risico meer hebben afgedekt, zullen een kleinere impact ervaren dan fondsen die dit risico vol open hebben laten staan.

Als QE effectief is, dan zullen deze negatieve- en lagerente-effecten natuurlijk tijdelijk zijn. Uiteindelijk is het monetair beleid erop gericht om de economische activiteit te ondersteunen, om de economische groei op gang te brengen en om daarmee productiviteitstijgingen in de economie te genereren. Dat leidt dan tot hogere reële rendementen. Als het bijvoorbeeld gaat om de rendementen op spaargeld, gaat het uiteindelijk om reële rendementen in de economie en niet om nominale rendementen. Dat zal uiteindelijk ook weer de financiële positie van institutionele beleggers moeten doen verbeteren.

Voorzitter, hier wilde ik het ter inleiding graag even bij laten.

De **voorzitter**: Dank u wel. Ik kan me voorstellen dat er vragen zijn. Aangezien we met veel leden zijn, wil ik voorstellen dat we ieder eerst één vraag stellen. Dan kan de president die beantwoorden. Dan kijken we daarna hoeveel tijd er nog is voor een tweede ronde.

De heer **Omtzigt** (CDA): Voorzitter. Dank voor de heldere toelichting en de bereidheid om hier te komen. Ik zou graag nog een korte toelichting krijgen over de wijze waarop het besluit genomen is in de ECB. De notulen worden geloof ik over een tijdje openbaar. Ik zou vooral een toelichting willen hebben op de rechtmatigheidsdiscussie. Past dit volgens de president van de Nederlandsche Bank volledig binnen de Europese verdragen, met name de no-bailoutclausule? Hoe zit het met het financieren op de primaire markt? Het gebeurt wel op de secundaire markt, maar vanwege het verwachtingsprobleem lijkt het er ergens tussenin te zitten. Graag hoor ik iets over de manier waarop die besluitvorming tot stand gekomen is.

De heer **Harbers** (VVD): Voorzitter. Ik dank de heer Knot voor zijn uitgebreide toelichting, zeker voor zijn uitleg over de risiconeming. Dan zou je je bijna het volgende afvragen: hoe denken mensen die dit heel graag willen dat het allemaal anders zal uitpakken in de komende jaren? Maar daar heeft de heer Knot ongetwijfeld ook geen antwoord op. Laat ik dan maar over iets anders een vraag stellen, namelijk over de Bank for International Settlements (BIS), die zich van de week in ongekend felle bewoordingen tegen de effecten van dit programma keerde, en daarbij tussen de regels door ook wat zei over de tijdelijkheid. Andere landen zijn ook al tijden op zoek naar de uitknop voor dit soort programma's. Hoe verwacht de heer Knot dat zo'n discussie in de toekomst zal lopen? Is het inderdaad mogelijk om op het moment dat de effecten geweest zijn de uitknop te vinden?

De heer **Nijboer** (PvdA): Voorzitter. Hartelijk dank voor de heldere uiteenzetting en de bereidheid die te geven. Mijn vraag spitst zich toe op de effectiviteit van het besluit, waar ook een groot deel van de presentatie op gericht was. Er werd een vergelijking gemaakt met Amerika en er werd gesproken over de grotere financialisering van de economie, terwijl het eigenlijk om de reële economie gaat. Er zijn eerder natuurlijk ook besluiten genomen door de ECB die vooral zagen op het stimuleren van kredietverlening. In hoeverre staat de regulering van de financiële sector, bijvoorbeeld de nulweging van staatsobligaties of de liquidity coverage ratio – banken moeten 60% in cash of in staatsobligaties als liquiditeit aanhouden – de effectiviteit van zulke maatregelen in de weg?

De heer **Merkies** (SP): Voorzitter. Hartelijk dank aan de heer Knot voor zijn heldere uitleg. Mijn vraag gaat over een interview dat hij samen met Peeters eerder deze week aan Het Financieele Dagblad gaf. Daarin zegt hij dat er veranderende inzichten zijn als gevolg van de financiële crisis. Hij spreekt over inzichten die «mogelijk de onafhankelijkheid ten aanzien van haar monetaire taken onder druk zet». Dat ziet hij als een ondermijning van het beleid en als een gevaarlijke ontwikkeling. Ik zou graag willen weten wat hij daarmee bedoelt. Kan hij aangeven wat hij precies als ondermijning en gevaarlijke ontwikkeling ziet? Vindt hij dan ook dat er niet mag worden gepraat over de vraag of het mandaat van de ECB nog up-to-date is?

De heer **Koolmees** (D66): Voorzitter. Ik dank de heer Knot voor de heldere presentatie. Ik heb dezelfde vraag als de heer Nijboer over de liquiditeitseisen, ook in relatie tot de opmerkingen van Nederlandse banken dat zij niet mee gaan doen. In het verlengde daarvan heb ik een vraag over de decentrale uitvoering. Ik heb begrepen dat het Nederlandse deel van die

1.140 miljard ongeveer 60 miljard is. Is dat een doel op zich? Moet dat gevuld worden?

Mevrouw **Schouten** (ChristenUnie): Voorzitter. Dank voor de heldere presentatie. Een argeloze luisteraar zou bijna de indruk kunnen krijgen dat de heer Knot hiermee ingestemd heeft, zo goed heeft hij het staan verdedigen. Mijn vraag gaat over zijn eigen besluit. Hij zegt dat dit anderhalve week geleden genomen is, dat het er nu is en dat hij het daarom gaat uitleggen. Maar het is natuurlijk wel opmerkelijk geweest dat de heer Knot zich publiekelijk heeft uitgesproken hierover. Wat is zijn motivatie geweest om dat te doen? Hoe is in de ECB het politieke risico van dit programma gewogen? Is dat onderdeel geweest van de discussie over de vraag of hiermee doorgegaan moest worden?

De **voorzitter**: U was mij te snel af met uw twee vragen.

De heer **Groot** (PvdA): Voorzitter. Dank voor de zeer heldere presentatie. Ik heb ook een vraag over de hiërarchische relatie tussen de ECB en de nationale centrale banken. Hoe dwingend kan de ECB voorschrijven wat die nationale centrale banken kunnen doen? Is de Nederlandsche Bank gehouden een bepaald volume te halen? Hoe wordt dat afgedwongen? Wat is de keuzevrijheid bij het aankopen van welk type activa? Hoe zit dat precies in elkaar?

De heer **Tony van Dijck** (PVV): Voorzitter. Ook dank namens mij. De heer Knot en vele economen met hem trekken publiekelijk de effectiviteit en de noodzaak van deze maatregel ernstig in twijfel. Er wordt ook wel gezegd dat de ECB er voor negentien eurolanden is, en dat hetgeen goed is voor het ene land slecht voor het andere land kan zijn. Omdat hij maar één knop heeft, draait de ECB aan die ene knop. Omdat deze maatregel goed is voor schuldenaren en slecht is voor spaarders, is de vraag of dat ook betekent dat het goed is voor Zuid-Europa, de schuldenlanden, en slecht is voor de overschotlanden. Mijn belangrijkste vraag is dan wat de president van de Nederlandsche Bank had gedaan als we de gulden nog hadden gehad. Had hij dan ook QE voorgesteld? Wat waren zijn maatregelen geweest als we niet in dat keurslijf gezeten hadden met negentien andere landen? Wat zou in deze tijd monetair goed zijn voor Nederland?

De heer **Klaver** (GroenLinks): Voorzitter. Ik dank de president van de Nederlandsche Bank voor zijn bereidheid om hier vandaag een toelichting te geven op het besluit. Ik heb een vraag over wat er is meegenomen in de besluitvorming. Een van de risico's van QE is dat er bubbels kunnen ontstaan. Nu is ervoor gekozen om het opkoopprogramma via de centrale bank te doen. Is ook in overweging genomen om obligaties op te kopen van de Europese Investeringsbank? Daardoor heb je volgens mij een betere manier om bubbels in de economie te voorkomen. Op welke wijze is dat meegenomen?

De heer **Knot**: Voorzitter. Dank voor dit rijke palet aan vragen. Ik denk dat deze vragen anderhalve week geleden ook in Frankfurt ter tafel hebben gelegen. Ik zal de vragen op volgorde behandelen.
Ik begin met de wijze waarop het besluit is genomen. Ik heb het volgende geprobeerd te zeggen. Je kunt heel lang doorexerceren over wat het allemaal wel of niet gaat betekenen, maar uiteindelijk is het een subjectieve afweging: welk risico acht je het grootst? Acht je het risico op deflatie heel groot? Dan ben je bereid een hoge prijs te betalen om 50 basispunten bij de inflatie op te plussen middels dit programma. Er zijn mensen in de council die dat van mening waren en die dus ook die positie hebben ingenomen. Acht je daarentegen de kans op deflatie wat minder groot omdat je vooral van mening bent dat het tijdelijk is, onder andere

door de olieprijsdaling komt en dat je daardoorheen moet kijken, en acht je tegelijkertijd de kans op bijwerkingen, neveneffecten, een minder disciplinerende werking op overheden, het ontstaan van zeepbellen en het creëren van een nieuwe financiële cyclus zoals we die ook voor de financiële crisis gehad hebben, groter? Dan is het logische antwoord dat je dit beter niet kunt doen. Die afweging is dus gemaakt. Dat blijven inherent subjectieve afwegingen. De effecten die ik heb genoemd, gaan met wat grotere onzekerheidsmarges gepaard. Die lenen zich dus ook niet voor al te stellige uitspraken, zoals «QE is helemaal flauwekul» of «QE is echt de silver bullet die alle problemen in Europa gaat oplossen». Die beide extreme standpunten kun je zonder meer ecarteren. Toch komt het uiteindelijk wel neer op een weging van wat je op dat moment het zwaarst vindt wegen.

Ikzelf vind 1,14 biljoen voor 50 basispunten redelijk duur. Daarnaast maak ik mij toch ook wel zorgen over de financiële cyclus. Ik denk dat de traditionele mainstream macro-economie veel te lang de financiële sector veronachtzaamd heeft en heeft gedaan alsof het allemaal sparen en investeren was, en het verder allemaal niet belangrijk was hoe die financiële intermediatie tot stand kwam. Ik denk dat de financiële crisis juist heeft laten zien dat we veel meer aandacht moeten besteden aan dit soort financiële factoren en het gedrag van financiële partijen daarin. In die context geplaatst, is dit gewoon een programma met risico's. Ik maak mij dan ook zorgen over evidente waarderingen en grote bedrijven die zich tegenwoordig ook tegen negatieve rentes kunnen financieren. Ik wil niets zeggen over individuele bedrijven, maar het komt mij toch raar voor dat als je een bedrijf financiert de indruk bestaat dat dat risicovrij is. Sterker nog, dat jij het bedrijf moet betalen om het bedrijf te mogen financieren. Bij overheden is dat al langer het geval. Ik heb het voorbeeld genoemd van Noorwegen, dat ongeveer het meest solvabele land ter wereld is. Bijna de hele eurozone kan zich tegenwoordig goedkoper financieren dan Noorwegen, terwijl de economische fundamentals lang niet allemaal zo florissant zijn. Dat is uiteindelijk het kader waarin dat besluit is genomen: de afweging tussen effectiviteit en risico's. Veel meer valt daar ook niet over te zeggen. Ik heb geprobeerd in de presentatie recht te doen aan wat de meerderheid heeft gevonden. Die heeft duidelijk het deflatierisico als pregnanter beoordeeld dan het risico voor de financiële stabiliteit. Vandaar dat het besluit is genomen.

Over de rechtmatigheid bestond geen misverstand. Rechtmatigheid gaat over de letter van het verdrag en niet over de geest daarvan. Het gaat om aankopen op de secundaire markt. Het Verdrag van Maastricht onderkent deze mogelijkheid expliciet. Ik denk dat niemand bij het opstellen van het Verdrag van Maastricht ooit in het hoofd heeft gehad dat deze clausule op zo'n grote schaal zou worden toegepast. Ik denk dat de clausule erin is gekomen omdat het soms in het technische liquiditeitsbeheer op de Europese geldmarkt nuttig kan zijn om hier en daar een plukje staatsobligaties te kopen dan wel te verkopen. Ik denk niet dat het ooit in het Verdrag van Maastricht is gekomen met het oogmerk dat de Europese Centrale Bank QE kon doen. Juridisch gezien is dat echter niet relevant. Juridisch gezien is relevant dat het instrument in het Verdrag van Maastricht staat en dat het dus compatibel is met het verbod op monetaire financiering, dat ziet op de primaire markt en niet op de secundaire markt. Daarom heeft niemand de rechtmatigheid van het besluit in twijfel getrokken. Wel zijn er sommigen geweest, onder wie ik, die hebben gezegd dat het een soort ultimum remedium is en dat de situatie nog niet ernstig genoeg is om dat al van stal te halen. Maar dat is iets anders dan de legaliteit van het besluit in discussie trekken.

De heer **Omtzigt** (CDA): Mijn vraag ging over twee verdragsartikelen. Het ene gaat over de primaire en secundaire aankopen, maar het andere is de no-bailoutclausule. Daarbij gaat het expliciet om die 8%, waarmee een

risico dat bij de staten zelf lag, nu enige tientallen miljarden, zo'n 80, 90 miljard, een centraal risico wordt gemaakt. Heeft de ECB daarover een juridische positie ingenomen dat dit rechtmatig gebeurd is?

De heer **Knot**: Het antwoord daarop is opnieuw ja. Immers, wij hebben ook in het verleden al staatsobligaties gekocht onder andere programma's, met name onder het SMP (Securities Markets Programme), waarbij de risico's overigens volledig werden gedeeld op dat moment. Dit is niet strijdig met de no-bailoutclausule, want er wordt op dit moment geen bail-out gegeven. Er wordt gewoon rente betaald over deze obligaties en ooit zullen die worden afgelost. Wel heeft het te maken met de exit, die niet makkelijk gaat worden. Het is duidelijk dat deze obligaties op een bepaald moment aflopen. Dan komt de vraag op of je die gaat herfinancieren dan wel of je ze laat aflopen, maar dat laatste betekent dat de sovereign in kwestie zichzelf op de kapitaalmarkt zal moeten herfinancieren. De exit uit dit soort programma's is absoluut niet makkelijk. De Verenigde Staten zijn weliswaar gestopt met QE, maar zijn hun portefeuille met staatsobligaties absoluut nog niet aan het afbouwen en doen nog wel gewoon aan herfinanciering. De exit zal zeker niet makkelijk zijn, wat reden temeer is om je goed te bezinnen voordat je deze stap zet.

De heer **Harbers** (VVD): Ik heb gevraagd of dit de mode wordt. Hoe wordt het feit dat het uitgerekend de BIS is die dit zegt, zeg maar de koepel van centrale banken, meegewogen binnen de ECB? Dat zou toch ook binnen de ECB een heel belangrijke indicator moeten zijn? Er zitten allerlei waarschuwingen in over vastgoedbubbels, tijdigheid et cetera.

De heer **Knot**: Al deze argumenten worden meegewogen, maar het is uiteindelijk een afweging tussen de risico's voor de financiële stabiliteit en het risico op deflatie. Ik constateer met u dat de meerderheid van de council op dit moment de risico's op deflatie hoger inschat dan de risico's voor de financiële stabiliteit. Deze risico's worden zeker niet ontkend, maar ze leggen het op dit moment wel af tegen het macro-economische risico.
Ik kom te spreken over de financialisering. Ik gaf al eerder aan dat de eerdere programma's van de ECB vooral gericht waren op credit easing, dus het versoepelen en weer op gang brengen van de kredietverlening. Ik constateer enigszins met genoegen dat die programma's hun vruchten beginnen af te werpen, want de geldgroei en de kredietgroei binnen de eurozone beginnen aan te trekken. Helaas zien we dat nog wat minder voor Nederland, maar laten we hopen dat dit een eenmalige aberratie is. We zullen de cijfers met zeer veel belangstelling volgen. In de eurozone lijkt het toch wel duidelijk dat het dieptepunt van de kredietcyclus is bereikt. Ik denk dat onze programma's uit het verleden hun impact daarop hebben gehad.
Dan de vraag over de regulering van banken. Wat is het economische effect van het feit dat wij in de bankenregulering zo'n zware nadruk hebben gelegd op staatsobligaties als vormen van liquiditeit? Staatsobligaties en cash zijn steeds meer perfecte substituten geworden. Als het perfecte substituten zijn, heeft het dus niet zo heel veel zin om van een bank te vragen om een staatsobligatie te verkopen aan de ECB en daar cash voor terug te geven. Het waren immers al perfecte substituten. Dat betekent dus ook dat QE niet effectief gaat zijn op het moment dat wij staatsobligaties van banken gaan kopen. Waarschijnlijk zal de effectiviteit van de maatregel toenemen naarmate wij in staat zullen zijn om die van andere partijen dan banken te kopen. Gelukkig zit daar een belangrijk deel van de staatsobligaties. Bijvoorbeeld de Nederlandse schuld wordt voor ongeveer 50% gehouden door banken, verzekeraars en pensioenfondsen en voor ongeveer 50% door andere beleggers. 60% daarvan zit in het buitenland, 40% zelfs buiten de eurozone. Als wij dat soort partijen weten

te vinden om obligaties aan ons te verkopen en die partijen ook nog bereid zijn om de opbrengsten daarvan aan te wenden om krediet te gaan verlenen in de eurozone-economie enzovoorts, dan zou QE enig effect kunnen hebben. Het gevolg van onze wijze van reguleren van banken is wel dat het aankopen van obligaties van banken niet heel effectief zal zijn. De heer Merkies refereerde aan een artikel dat wij ooit in een geheel andere context hebben geschreven, namelijk voor een conferentie over de onafhankelijkheid van centrale banken, in casu de Mexicaanse centrale bank. Toevalligerwijs is daarvan net deze week een Nederlandse vertaling uitgekomen. Dit artikel toont het volgende aan. In het verleden voerden wij alleen maar conventioneel monetair beleid, dus de rente verhogen en verlagen. Dat werd door onze omgeving zonder meer geaccepteerd in de zin van: dat is monetair beleid en dat is in goede handen bij technocraten, die vooral ook vrij moeten blijven van politieke invloeden enzovoorts. Er was niets aan de hand. Dat was de mooie, rustige wereld. Maar naarmate wij meer en meer op het pad van onconventionele maatregelen zijn gekomen, zijn wij ook meer en meer in de herverdelende sfeer terechtgekomen. Waar er sprake is van herverdeling tussen spaarders en schuldenaren, kom je ook meer en meer in het politieke domein. Dit betekent dat de politiek een grotere interesse krijgt in het monetair beleid; kijk bijvoorbeeld naar de consequenties die dit programma heeft op de leenkosten van verschillende overheden. Ik heb willen signaleren dat dit vervolgens altijd een risico met zich brengt dat de politiek zich meer gaat bemoeien met het monetair beleid en dat daarmee onze onafhankelijkheid om monetair beleid te kunnen voeren wordt bedreigd. Laat ik een concreet voorbeeld dicht bij huis geven. Zolang wij conventioneel monetair beleid hebben gevoerd, kan ik mij niet herinneren dat de Tweede Kamer ooit een uitspraak heeft gedaan over dat monetair beleid, terwijl zij twee weken geleden wel een uitspraak daarover heeft gedaan. Dat was niet gebeurd als wij niet terecht waren gekomen in het domein van het onconventionele monetaire beleid. Daarmee wil ik niet zeggen dat we dit niet hadden moeten doen. Ik denk dat het onvermijdelijk is dat we in dit domein zijn terechtgekomen. De omstandigheden vragen hier op dit moment om. Het zijn ongekende tijden en die vragen ongekende maatregelen. Ik denk wel dat het een risico is bij dit type maatregelen dat wij moeten onderkennen.
Dan de afgeleide vraag over het mandaat. Het mandaat van de ECB is uiteindelijk wel een politieke vraag. U zult mij niet horen zeggen dat u moet afblijven van het mandaat. Nee, u moet afblijven van de wijze waarop wij invulling geven aan ons mandaat. Daarvoor zijn wij onafhankelijk, maar uiteindelijk is het vaststellen van het mandaat, zoals het is neergelegd in het Verdrag van Maastricht, aan de politiek. De politiek zou kunnen besluiten om ons een ander mandaat te geven dan prijsstabiliteit alleen.

De heer **Merkies** (SP): Het is een interessante discussie. Het loopt van twee kanten door elkaar heen. De heer Knot spreekt regelmatig over de prikkel die er moet zijn voor hervormingen. Dat roept hij vaak. Ik vraag mij dan af om welke hervormingen dat gaat, want die worden dan niet bij naam genoemd. Is dat om werknemers of huurders beter te beschermen? Wat is dat dan? Het is in ieder geval duidelijk dat het van twee kanten meer door elkaar heen loopt. In feite gaan de ECB en de heer Knot meer op een politieke stoel zitten. Dat is misschien wel vanwege de omstandigheden, maar dat noopt er toch ook toe dat er opnieuw een discussie komt over de vraag waar die scheidslijnen liggen en wat eigenlijk dat mandaat is, dat wij best lang geleden hebben vastgelegd, toen wij de huidige situatie nog niet konden voorzien?

De heer **Knot**: Ik denk dat u zonder meer gelijk hebt dat het monetair beleid en bijvoorbeeld het budgettair beleid in deze tijden elkaar meer en

meer beginnen te raken. Onafhankelijkheid houdt overigens ook niet in dat er geen sprake moet zijn van communicatie en van coördinatie, maar legt aan beide kanten enige discipline op wat betreft waar we wel en niet over gaan. Het betekent dat wij formeel structurele hervormingen geen onderdeel van ons monetair beleid kunnen laten uitmaken. Ik zal telkens blijven opmerken dat ons monetair beleid alleen maar effectief kan zijn als economieën voldoende gemoderniseerd zijn en we voldoende groeibevorderende hervormingen – daarover heb ik het als ik het over hervormen heb – hebben gedaan om werkelijk de stimulansen die uitgaan van het beleid te kunnen omzetten in meer economische groei, meer werkgelegenheid en meer welvaart. Vaak is het woord «hervorming» een eufemisme voor het doorbreken van het partiële belang ten faveure van het algemene belang. Dat maakt het ook vaak zo moeilijk. Zoals we immers allemaal weten, zijn partiële belangen vaak makkelijker te vertegenwoordigen in democratieën dan het algemene belang. Het is uiteindelijk aan u om daaraan invulling te geven, maar hoe dan ook kan het monetair beleid niet effectief zijn op het moment dat wij dusdanig veel rigiditeiten in individuele economieën accepteren dat er eigenlijk geen reële convergentie kan optreden. Om de muntunie uiteindelijk optimaal te laten functioneren, zullen wij meer risicodeling nodig hebben dan er op dit moment is. Dat is niet risicodeling die via de balans van de ECB moet plaatshebben. Nogmaals, dat is niet onze taak, maar dat is uiteindelijk aan u. Risicodeling gaat altijd gepaard met waarborgen, waarborgen in de zin van meer reële convergentie tussen landen, want pas dan kan er echt sprake zijn van risicodeling in plaats van een continue kasstroom van het ene deel van de zone naar het andere deel van de zone. Die balans tussen risicodeling en waarborgen is een inherent politieke balans. Dat soort overeenkomsten kunnen alleen door politici worden gesloten. Ik ben enigszins afgedwaald van de vragen, maar denk dat het toch wel even van belang is om dat punt hier helder neer te zetten. Om voor de EMU ook op langere termijn het optimale eruit te kunnen halen, denk ik dat er een ander evenwicht nodig is dan het huidige evenwicht.

De heer Koolmees sprak over de decentrale uitvoering. Het blijft een ECB-besluit en een ECB-programma. De governing council is het hoogste besluitvormende orgaan binnen de ECB. Dat heeft met een meerderheidsbesluit dit besluit genomen. Daar zijn vervolgens alle decentrale nationale centrale banken aan gehouden. Dit wordt een programma voor 1,14 biljoen euro's. Daarvan krijgen wij 5,7%. Wij als de Nederlandsche Bank moeten gewoon ons deel van dat programma gaan invullen met Nederlandse staatsobligaties. Dat doen we dus min of meer onder instructie vanuit Frankfurt. Wij zullen dat ook loyaal uitvoeren, want dat is nu eenmaal de situatie waarin we ons binnen het eurosysteem bevinden. Dit betekent dat op termijn de balans van de Nederlandsche Bank waarschijnlijk zal doorgroeien van zo'n 140 miljard vandaag naar een kleine 200 miljard. Op die additionele 60 miljard zullen we niet heel veel rendement gaan halen, waarschijnlijk ongeveer nul. Maar goed, dat is ook niet de bedoeling van deze exercitie. De bedoeling is om een liquiditeitsimpuls te geven.

Mevrouw Schouten stelde een vraag over het publiekelijk uitspreken en vroeg of de politieke risico's gewogen zijn. Om te beginnen met die laatste vraag: ja, die politieke risico's zijn absoluut gewogen. Mede daarom is het besluit genomen om in zeer beperkte mate de risico's te delen en die vooral bij de nationale centrale banken neer te leggen. Dat is ook puur gebeurd om niet evidentelijk op het beleidsdomein van de budgettaire autoriteiten terecht te komen en zo veel mogelijk uit het politieke vaarwater te blijven. Dat lukt niet helemaal, want monetair beleid is altijd herverdelend, maar dit zou wel een additionele vorm van herverdeling tussen individuele overheden op gang hebben gebracht. Dat hebben andere monetaire beleidsinstrumenten in het verleden nog nooit eerder gedaan.

Het publiek uitspreken past in het streven naar grotere transparantie. De ECB streeft die ook na, bijvoorbeeld door het publiceren van de notulen vanaf 1 januari. Ik vind überhaupt dat je er verantwoording over moet afleggen als het zo'n groot en belangrijk besluit is. Zo heb ik in 2012 ook verantwoording afgelegd over de OMT. Aan het Nederlandse publiek heb ik in meerdere vormen van communicatie uitgelegd hoe ik mij in de discussies heb opgesteld en wat ik daarin wel en niet verantwoordelijk heb gevonden. Hoewel het misschien niet het sterkste argument is, noem ik het toch: anderen doen het ook. De praktijk leert dat een halfuur nadat ik uit de vergadering weg was, Bloomberg publiceerde welke posities men in de council heeft ingenomen. Weet u, dan houd ik die communicatie liever een beetje in eigen hand in plaats van voortdurend aangewezen te moeten zijn op onbevestigde geruchten. Ik zal echt niet bij elk ECB-besluit de behoefte voelen om daarover uitgebreid te communiceren, maar nogmaals, bij zo'n groot besluit voel ik die behoefte duidelijk wel. Hiermee heb ik de vraag van de heer Groot ook beantwoord.

Mevrouw **Schouten** (ChristenUnie): Ik dank de heer Knot voor het antwoord. Hij geeft zelf al aan dat je bij zo'n groot besluit verantwoording moet afleggen en transparant moet zijn. Tegelijk is er bij zo'n groot besluit, het grootste besluit dat de ECB tot nu toe heeft genomen, geen sprake van unanimiteit. Dat is heel duidelijk naar voren gekomen. Vindt de heer Knot niet dat zo'n besluit op basis van unanimiteit genomen had moeten worden, of anders gezegd, dat zo'n besluit eigenlijk alleen op basis van unanimiteit genomen had moeten worden?

De heer **Knot**: Bij voorkeur neem je een besluit met unanimiteit. Maar op het moment dat 5 van de 25 afgevaardigden een duidelijk andere voorkeur hebben en het niet mogelijk blijkt om unanimiteit te creëren, kun je niet iets afdwingen wat er niet is.

De **voorzitter**: Die aantallen zijn willekeurig?

De heer **Knot**: Nou, ik geloof dat ik van die vijf de laatste was die zijn eigen positie heeft toegelicht. Ik denk dat we inmiddels rustig over de vijf kunnen spreken. Waar geen unanimiteit is, kun je die niet afdwingen. Als ik de enige was geweest die tegen was geweest, had ik mij misschien nog eens achter de oren gekrabd, maar het was volstrekt duidelijk dat dit niet het geval was en ook niet binnen handbereik was.

De heer **Groot** (PvdA): De heer Knot zegt dat het allemaal loyaal wordt uitgevoerd, maar wat gebeurt er als een individuele centrale bank dat gewoon niet wil? Als bijvoorbeeld de Duitsers geen mogelijkheden zien om voldoende invulling te geven aan dit programma, wat gebeurt er dan? Is er dan een sanctiemechanisme?

De heer **Knot**: Ik moet eerlijk zeggen dat we de operationele modaliteiten nog moeten uitwerken. Daarover zullen we na de volgende monetaire vergadering waarschijnlijk met communicatie komen. De situatie die u nu beschrijft, hebben we nog nooit bij de hoorns gehad. Normaal gesproken voert eenieder binnen het eurosysteem de besluiten loyaal uit. Ik ga er eigenlijk voetstoots van uit dat alle nationale centrale banken gewoon hun deel zullen kopen. Het kan hooguit een keer gebeuren dat in een bepaalde periode er niet voldoende aanbod is, maar dan zal dat verderop worden gecompenseerd. De historie binnen het eurosysteem is er echt een van loyale coöperatie. Ik kan mij echt bijna niet voorstellen dat deze situatie zich zal voordoen.
De heer Van Dijck vroeg: wat voor schuldenaren en voor spaarders binnen economieën geldt, geldt dat ook niet tussen Zuid en Noord en wat zouden we hebben gedaan als we de gulden nog hadden gehad? Eigenlijk is dit

een vrijwel niet te beantwoorden vraag. Als je praat over Zuid versus Noord, moet je je niet beperken tot één enkel besluit en dan proberen de consequenties van dat enkele besluit in een sleutel van Zuid versus Noord te gieten. Dan moet je gewoon kijken naar het overall pakket van de EMU. Ook dan ben ik er nog steeds heilig van overtuigd dat voor alle landen, ook voor Nederland, deelname aan de monetaire unie absoluut meer voordelen kent dan nadelen. Denk aan het feit dat de euro nog steeds een behoorlijk stabiele munt is. Als wij in 2008 de gulden zouden hebben gehad, weet ik niet of wij met de financiële crisis die we toen in Nederland voor de kiezen kregen, de koppeling met de D-mark hadden kunnen vasthouden. Dan hadden we als gulden waarschijnlijk zwaar onder druk gestaan en hadden we te maken gekregen met speculatieve aanvallen enzovoorts. Ik denk eerlijk gezegd dat we dankzij de euro beter door deze crisis zijn gekomen. Als we toen nog een wisselkoersarrangement hadden gehad, hadden we naast de bankencrisis en de sovereign crisis, er waarschijnlijk nog een valutacrisis bovenop gehad.
Over het antwoord op de vraag welk monetair beleid wij zouden hebben gevoerd of welk monetair beleid de Bundesbank zou hebben gevoerd, kunnen we heel lang speculeren. Ik constateer gewoon dat in de periode waarin de Bundesbank een separaat, onafhankelijk monetair beleid had – ik spreek over de situatie na de oorlog, waarin wij heel lang de Bundesbank hebben geschaduwd, zeg maar van 1948 tot 1999 – zich nooit een situatie heeft voorgedaan als de huidige. Hoe de Bundesbank en hoe de Nederlandsche Bank zich zouden hebben gedragen op het moment dat zo'n crisis zich had voorgedaan, weten we gewoon niet.

De heer **Tony van Dijck** (PVV): We zullen er dan niet verder over speculeren wat er was gebeurd als Nederland nog de gulden had gehad en hoe we dan door de crisis waren gekomen. Landen die niet de euro hadden, zoals Engeland, hebben niet echt last gehad van valutaoorlogen. Het gaat erom dat u en uw Duitse, Oostenrijkse en Estlandse collega's een hoop kritiek hadden op het QE-programma. De vraag is natuurlijk wat er dan zou moeten gebeuren, gezien de lage koers, de lage rente en de lage inflatie. Ik heb niet echt van u als president van DNB gehoord: we hadden beter dit kunnen doen, want dat was beter geweest voor Nederland of voor de eurozone dan dit programma.

De heer **Knot**: Sowieso zou ik de alternatieven altijd hebben bekeken vanuit het belang van de eurozone en niet vanuit het belang van Nederland. Ik zit daar nu eenmaal als een van de 25 Europeanen die zijn aangewezen om daar het Europese belang te vertegenwoordigen. Als het aan mij had gelegen, had ik gewacht en had ik dit instrument dus nog niet ingezet op dit moment. Weliswaar was de inflatie dan laag gebleven. Maar, nogmaals, zolang dat vooral door tijdelijke factoren wordt gedreven, is er in mijn optiek geen sprake van deflatie, maar van lage inflatie. Dat is vervelend, maar het medicijn kent ook vervelende bijwerkingen. We hadden nog iets kunnen doen in het uitbreiden van het opkopen van corporate bonds. Dat had wat meer in de hoek van credit easing gelegen en wat minder in de hoek van kwantitatieve verruiming. Dan was het wat minder makkelijk geweest om een groot volume te draaien, maar hadden we ons wel opnieuw op de financiering van echte economische activiteiten kunnen richten. Zoals ik al zei, ben ik ervan overtuigd dat de credit easing-maatregelen die we vorig jaar hebben genomen, nu ook hun effect beginnen te bewerkstelligen wat betreft de kredietverlening. Als het later helemaal was misgelopen, had je altijd nog deze maatregelen kunnen inzetten, maar op dit moment was ik er niet van overtuigd dat de baten de kosten hiervan overstijgen.

De **voorzitter**: Mijnheer Van Dijck, ik stel voor dat u een volgende vraag in de tweede ronde stelt. Dat geldt voor iedereen, ook voor u.

De heer **Knot**: Dan de kortste vraag, die van de heer Klaver. Wij kopen op dit moment voor 12% van het volledige bedrag obligaties van supranationale instellingen, dus de Europese Investeringsbank en de EFSF, maar ook daarvoor geldt dat die volumes zijn beperkt. We kunnen ons daar niet louter toe beperken, want dan gaat het ons niet lukken om het volume te genereren dat de meerderheid van de council graag met dit instrument wil genereren. Maar die 12% maakt dus deel uit van het totale pakket aan obligaties dat we gaan aankopen. Dit laat overigens zien dat QE in Europa een andere discussie is dan QE in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. Bij de Amerikaanse QE werden geen obligaties van Californië, Florida, West Virginia enzovoorts aangekocht. Nee, het waren federale obligaties. Het punt is dat wij in Europa gewoon maar een heel beperkte hoeveelheid Europese obligaties hebben. Dat zijn eigenlijk alleen de obligaties van de Europese Investeringsbank en de Europese noodfondsen. Dat aantal is te klein om volume te draaien. Vandaar dat wij terechtkomen bij de obligaties van individuele overheden.

De **voorzitter**: Dank u wel.
Er is tijd voor nog een ronde vragen, als de leden die willen. Officieel staat deze hoorzitting namelijk gepland tot 16.30 uur. Mij blijkt dat hier behoefte aan is. Het woord is aan de heer Omtzigt.

De heer **Omtzigt** (CDA): Dank voor het heldere antwoord. De presentatie is altijd buitengewoon helder. Ik heb twee aan elkaar hangende vragen. Ten eerste. De heer Knot geeft tussen de regels aan dat we het mandaat zouden moeten veranderen. Welk mandaat zou de heer Knot willen hebben en waar zou de politiek moeten zijn? De heer Knot zegt dat het vaststellen van het mandaat anders zou moeten zijn, maar wat was de denkrichting? Als dat een te lastige vraag is, zou ik wel willen weten hoe je ervoor kunt zorgen dat QE in Nederland kan werken. De heer Knot gaf goed aan hoe het niet werkt, maar zijn er manieren te bedenken waarmee QE wel het beoogde effect in Nederland heeft?

De heer **Harbers** (VVD): Ik wil ook op dit thema doorgaan. Bij de gevolgen en risico's voor Nederland schetste de heer Knot dat huishoudens het bijvoorbeeld merken in de vorm van lagere rentes op hun spaartegoeden, maar dat ze het bijvoorbeeld ook zouden kunnen gaan merken in lagere hypotheekrentes of lagere rentes op leningen. Een van de grote banken in Nederland die onder toezicht van de ECB in Frankfurt staat, heeft gewoon gezegd dat die lagere hypotheekrente er niet komt. Ik begrijp heel goed dat er Chinese walls staan tussen het monetair beleid en het bankentoezicht, maar in hoeverre wordt straks in het bankentoezicht meegewogen of het reëel is om dit soort rentevoordelen niet door te geven aan consumenten?

De heer **Nijboer** (PvdA): Dat is een goede vraag; daar sluit ik mij bij aan. Ik vraag toch nog een keer door naar de liquiditeit en de hoeveelheid die moet worden aangehouden, ook omdat de heer Knot zojuist aangaf dat cash en obligaties eigenlijk substituten zijn. In de regulering is dat natuurlijk zo. Ze hebben allemaal een nulweging, maar we zien in de praktijk juist dat het steeds twijfelachtiger wordt of dat opgeld doet en zelfs dat dit nooit zo is geweest. Als je dan zo'n groot monetair beleidsinstrumentarium inzet op basis van de aanname dat ze nul risicoweging hebben – het nadeel daarvan is dat ze mede daardoor niet worden doorgegeven aan de reële economie, zoals de Rabobank en andere bankiers, waaronder ING, hebben aangegeven – vraag ik mij af hoe passend dat arrangement dan nog is.

De heer **Merkies** (SP): Mijn vraag gaat over de Emergency Liquidity Assistance (ELA). Ik weet dat we het hier vandaag niet over Griekenland

hebben – misschien kan ik de vraag in het algemeen stellen – maar gezien de recente berichtgeving is het de vraag tot waar de mogelijkheden reiken. We hebben in het algemeen gezegd dat we een bepaalde risicodeling niet willen, maar in feite heeft de ECB gisteren gezegd dat niet op zijn bordje te willen. Dit betekent dat de nationale Griekse banken dat op hun bordje krijgen. Maar op een gegeven moment zit daar per land een maximum aan. Hoe wordt dat bepaald?

De heer **Koolmees** (D66): Ik dank de heer Knot voor het antwoord. Ik heb geen andere vragen.

Mevrouw **Schouten** (ChristenUnie): Ik heb nog één vraag, namelijk over de risicodeling. De heer Knot geeft aan dat de ECB die juist beperkt heeft door de wijze van uitvoering van het programma. Mijn vraag over de politieke risico's was echter breder. Het ging mij niet alleen om de vormgeving, maar ook om het punt dat er bijvoorbeeld geen hervormingen aan gekoppeld zijn terwijl dit bij andere programma's wel het geval was en de heer Knot daar altijd erg voorstander van is geweest. Hoe duidt hij het risico dat dit politieke risico's gaat hebben omdat dit hierbij niet het geval is?

De heer **Groot** (PvdA): Een beetje aanpalend aan deze discussie: QE is heel omstreden. We hebben het nu ook over herfinanciering van Griekenland, die ook heel omstreden is. We zien dat als er onzekerheid ontstaat, dit zich ook uit in de omvang van de TARGET2-balans, het clearingsysteem tussen de centrale banken. Hoe gaat het met die balans? Is daarop weer sprake van heel heftige bewegingen? Daar ben ik wel benieuwd naar.

De heer **Tony van Dijck** (PVV): Ik stond even te kijken van de opmerking van de heer Knot dat hij bij de ECB er niet voor het Nederlandse belang zit, maar voor het Europese. Ik had toch eigenlijk gehoopt dat hij daar ook voor het Nederlandse belang zou zitten. Hij is tenslotte van de Nederlandsche Bank. Misschien kan hij nog daarop reageren.
De heer Knot heeft in 2012 wel voor de OMT gestemd, maar hij is nu een van de felste tegenstanders van QE. Ik zie eigenlijk weinig verschil tussen de OMT en QE. Het enige verschil dat ik zie, is het volgende. De heer Knot zei dat zelf ook al. De OMT kent wel beleidsconditionaliteit, waarvan het Europees Hof heeft gezegd dat dit niet mag. Je mag wel monetair financieren in de tweede lijn, maar niet met beleidsconditionaliteit. Ik heb begrepen dat dit een van de voorwaarden was van het Europees Hof. Wat is het verschil tussen de OMT, waar de heer Knot voor was, en QE, waar hij tegen is?

De heer **Klaver** (GroenLinks): Ik heb dezelfde vraag als de heer Harbers: op welke wijze gaan de centrale banken erop toezien dat de voordelen ook bij de burgers terechtkomen? Houdt dit bijvoorbeeld een verscherpt toezicht op de hypotheekrentetarieven in?

De heer **Knot**: Opnieuw is er een rijk palet aan vragen gesteld. De heer Omtzigt stelde een vraag over het mandaat. Ik heb geenszins willen suggereren dat ik zelf vind dat ons mandaat moet veranderen. Ik heb willen zeggen dat ons mandaat een mandaat is dat ons gegeven is door de politiek. Als er een politieke wens zou zijn, zou ik die moeten respecteren. Er zijn centrale banken met een ander mandaat. De FED heeft een dual mandaat: zowel inflatie als werkgelegenheid. Daar is hij lang niet altijd even gelukkig mee, omdat het de eenduidigheid van het beleid niet ten goede komt en omdat er vaak vervelende afwegingen zijn tussen de verschillende mandaten. Uiteindelijk ben ik niet ontevreden met ons mandaat, maar je ziet wel dat het in sommige tijden, zelfs met een

eenduidig mandaat, gewoon moeilijk is om als centrale bank in je eentje dat mandaat van 2% inflatie te halen. Dat zijn de tijden waarin wij ons nu bevinden. Wij zijn weliswaar onafhankelijk, maar dit betekent natuurlijk niet dat wij ons werk in isolatie doen. Er is behoefte aan beleidscoördinatie. Als op de andere beleidsterreinen onvoldoende voortgang wordt gemaakt, komen wij ook in de problemen bij het leveren van ons eigen mandaat. Dan kun je natuurlijk zeggen dat inflatie altijd een monetair fenomeen is. Op de heel, heel lange termijn geldt dat ook allemaal wel, maar op de korte termijn kun je dat niet vertalen door te zeggen: als we maar genoeg extra geldgroei maken, komt die inflatie vanzelf wel. Dat is vooral in een situatie met onderbesteding en een balansrecessie terugkomend uit een financiële crisis een stuk ingewikkelder.

Dan QE in Nederland. Ik verwacht enerzijds effect via de wisselkoers op de export. Dat is overigens iets waarvan we al veel langer profiteren – dat wil ik toch even benoemen – door deelname aan de EMU. Als wij in plaats van de EMU separate munten hadden gehad, weet ik zeker dat de Duitse mark en de Nederlandse gulden aanzienlijker sterker zouden staan ten opzichte van de munten van de rest van de wereld. Dan zou onze exportsector het dus ook aanzienlijk moeilijker hebben dan nu. Ik verwacht anderzijds een effect op de woningmarkt. Mijn verwachting is uiteindelijk toch dat als de financieringskosten van banken afnemen doordat obligatierentes en bankenobligatierentes en allerlei afgeleide financieringskosten afnemen, dit uiteindelijk ceteris paribus doorgegeven zal worden. Het mechanisme dat daarvoor moet zorgen is concurrentie op de markt voor hypotheken. Ik denk dat die concurrentie daar a. is en b. wordt versterkt doordat ook andere partijen zich inmiddels op de Nederlandse hypotheekmarkt begeven. Zeker wanneer de marges te hoog zouden zijn, is dat een open invitatie voor nieuwe toetreding. Zo hoog zijn de toetredingsbarrières echt niet. Op zich heeft de hier niet met naam genoemde bankier een punt dat hogere toezichteisen leiden tot hogere kapitaalkosten en die hogere kosten ergens terugverdiend moeten worden, dus terug zullen komen in de marge. Maar ik ben ervan overtuigd dat het effect dat wij hier op dit moment met QE bewerkstelligen, echt groter is en dus zou moeten domineren. Eigenlijk hebben we in de afgelopen jaren ook gezien dat hypotheektarieven steeds verder omlaag zijn gekomen. Het leggen van een stevige bodem in het herstel van de woningmarkt is ook een effect dat zeker in Nederland zal optreden. Ik denk overigens dat dit herstel er zonder QE ook was, maar QE zal dit zeker nog eens extra brandstof geven omdat je tegenwoordig gewoon heel langdurig tegen een heel lage rente kunt financieren. Dat doet nu eenmaal de betaalbaarheid van woningen heel veel goed.

De heer Harbers vroeg of het bankentoezicht zijn rol moet spelen om het rentevoordeel door te geven aan de klant. Wij kunnen wel aan instellingen vragen om zo transparant mogelijk te zijn over hun marges en kosten, maar uiteindelijk is onze functie als prudentieel toezichthouder erop gericht dat banken moeten voldoen aan de wettelijke eisen ten aanzien van solvabiliteit en liquiditeit. Wij kunnen geen aanwijzingen geven over de beprijzing van bepaalde leningen enzovoorts. Dat is echt uiteindelijk aan de bankiers.

De heer Nijboer stelde een vraag, maar volgens mij wilde hij een punt maken waar ik het zeer mee eens was, namelijk over de nulweging van obligaties. Ik denk ook dat die verkeerd is en dat die een onvolkomenheid is in de huidige wetgeving. Maar ook daar zie je dat het, als je eenmaal zoiets hebt, vrij lastig is om ervan af te komen. Als je staatsobligaties ineens een positieve risicoweging zou geven, zou dat leiden tot een enorm additioneel kapitaalbeslag van partijen die dat op dit moment niet hebben. Wij werken er op dit moment aan. Wij hebben dit ingebracht in Bazel. Wij trekken daar als DNB een werkgroep die zal komen met concrete voorstellen om een einde te maken aan deze nulweging. Het is echter een zaak van lange adem. Zelfs als wij er in de internationale

gemeenschap overeenstemming over kunnen bereiken, zal het echt een zaak van jaren, zo niet decennia, zijn om het in te voeren. Dit is weer een voorbeeld van als je bewust risico's ergens onderprijst, je ergens excessief risicozoekend gedrag ziet optreden.
De heer Merkies stelde een vraag over de Emergency Liquidity Assistance. Ik wil natuurlijk niet op individuele casussen ingaan, maar ik kan er in het algemeen wel over zeggen dat er op ELA geen risicodeling van toepassing is. De liquiditeitsverstrekking uit hoofde van dit noodloket gaat voor rekening en risico van de nationale centrale bank in kwestie. Ook voor het kunnen gebruikmaken van ELA heb je adequaat onderpand nodig, maar die eisen liggen net iets anders dan voor de reguliere openmarktoperaties zoals we die vanuit Frankfurt ondernemen. Omdat de lokale nationale centrale bank zelf het risico draagt, heeft hij ook enige discretie in de mate van accepteren van onderpand dat lokaal wel geaccepteerd wordt. De nationale centrale bank in kwestie moet wel elke veertien dagen aan de governing council toestemming vragen om een bepaald plafond voor ELA te mogen hanteren. De governing council verleent dan die toestemming vanuit het vraagstuk of deze vorm van kredietverlening niet interfereert met het monetair beleid. Mocht er een centrale bank zijn die ELA verstrekt aan het bankwezen, zal die centrale bank elke veertien dagen bij ons als governing council een aanvraag indienen voor een bepaald ELA-plafond. Dan zullen wij daarover een discussie hebben en zullen wij die al dan niet toekennen. Uiteindelijk is het belangrijkste limiterende ding de toestemming van de council plus het aanwezig zijn van toereikend onderpand.

De heer **Merkies** (SP): Ik ben benieuwd wat er gebeurt als de governing council geen hoger plafond toestaat. Dan komen die banken eigenlijk direct in de problemen.

De heer **Knot**: Ja.

De heer **Merkies** (SP): Wat betekent dat vervolgens voor het betreffende land?

De heer **Knot**: Dit betekent dat de bank in kwestie zich niet kan financieren. Dat zal betekenen dat die bank een van die dagen, misschien zelfs al dezelfde dag, ergens een betaling zal missen. Dan zal de tegenpartij die die betaling niet uitgekeerd krijgt, denk ik het faillissement aanvragen. Dan hebben we echt een credit event. U zult begrijpen dat we zo'n situatie graag willen voorkomen.
Mevrouw Schouten sprak over de politieke risico's dat dit leidt tot minder hervormingen. Ja, die risico's zijn er. Dat is een bekende bijwerking. De marktdiscipline op overheden is op dit moment door dit programma, maar ook al door eerdere programma's, de facto uitgeschakeld. De rentekosten van alle overheden, alle negentien eurozoneoverheden, worden op dit moment door de ECB kunstmatig laag gehouden. Dit betekent dat de druk op die landen om te hervormen vanuit de financieringskosten in ieder geval lager is. Dat is des te meer reden om in het Brusselse coördinatieproces toch de druk op deze landen te houden in termen van peer review, van de macro-economische-onevenwichtighedenprocedure enzovoorts om elkaar echt aan die hervormingen te houden. Uiteindelijk zijn het alleen maar structurele hervormingen die kunnen leiden tot meer reële convergentie tussen landen. Pas wanneer er meer reële convergentie binnen de EMU plaatsvindt, kun je gaan praten over arrangementen van verdergaande risicodeling. Dat zou de EMU natuurlijk veel optimaler laten fungeren dan op dit moment het geval is. Maar nogmaals, dit is een inherent politieke afweging, een politieke vraag. Die ligt echt bij u. Ik geef u mijn mening

daarover, maar uiteindelijk is het een besluit dat u in samenwerking met uw Europese collega's zult moeten nemen.
De TARGET2-balansen zijn sinds de grote onrust van 2012 significant verminderd. Je ziet ze recentelijk weer lichtelijk oplopen, maar gek genoeg niet de Nederlandse TARGET2-balans. Het overschot slaat op dit moment neer in Duitsland. De Nederlandse balans is gematigd positief, maar niet spectaculair.
Op de vraag van de heer Van Dijck antwoord ik dat ik president van de Nederlandsche Bank ben en dat ik natuurlijk altijd het Nederlandse belang in het achterhoofd houd. Het verdrag schrijft mij echter expliciet voor dat ik, op het moment dat ik afreis naar Frankfurt, mijn afwegingen maak vanuit het Europese belang. Vaak ligt het Europese belang in het verlengde van het Nederlandse, maar als er tegenstelling is tussen beide belangen, zal ik in Frankfurt het Europese belang moeten laten prevaleren. Dat is mij bij verdrag meegegeven.
Het verschil tussen de OMT en QE is voor mij wel degelijk de conditionaliteit. QE geeft in potentie – gelukkig hebben we daar de angel uitgehaald – risicodeling zonder enige vorm van conditionaliteit. De OMT had risicodeling met conditionaliteit. Daaraan lag in feite dezelfde filosofie ten grondslag als aan de leningen uit het ESM. Dat zijn ook vormen van risicodeling op basis van conditionaliteit. Waarom sta ik daar anders in? Ik geloof dat die hervormingen en de conditionaliteit de reële convergentie op gang kunnen brengen. Dat is het langetermijndoel van de EMU. Dat maakt dat de EMU op lange termijn beter functioneert. In mijn optiek was de OMT een crisismaatregel, maar wel een die zo was vormgegeven dat die consistent was met een verbetering van de situatie op langere termijn. Die expliciete link zit helaas nadrukkelijk minder in QE. Het Europees Hof heeft overigens niet gezegd dat de OMT niet gepaard zou mogen gaan met conditionaliteit. Het heeft wel gezegd dat als er beleidsconditionaliteit wordt gehanteerd als voorwaarde voor het activeren van de OMT, de ECB als entiteit niet zelf die beleidsconditionaliteit mag afdwingen. De OMT was er echter ook op gebaseerd dat er een ESM/IMF-programma moest zijn. Zolang het ESM, zeg maar de eurogroep en het IMF, het naleven van de conditionaliteit voor zijn rekening neemt, is de OMT gewoon een perfect legaal instrument. Wij zouden de activering daarvan wel degelijk kunnen conditioneren op naleving van een structureel aanpassingsprogramma.

De **voorzitter**: De heer Van Dijck heeft nog een laatste vraag.

De heer **Tony van Dijck** (PVV): Ik heb een vraag van heel andere orde.

De **voorzitter**: Maar die heeft wel betrekking op de toelichting zoals die nu geagendeerd is?

De heer **Tony van Dijck** (PVV): Ja, maar niet op wat ik eerder heb gevraagd. Ik heb een nieuwe vraag. De heer Knot zei net dat onze schuld voor 50% bij onze Nederlandse banken en pensioenfondsen staat. De 60 miljard die de heer Knot straks gaat opkopen van Nederlandse staatsobligaties, koopt hij niet van de banken en de pensioenfondsen. Sterker nog, ook al zou het willen, die zijn niet te koop, als ik de banken heb begrepen. Hij koopt die juist bij andere beleggers. Er wordt daarmee cash gesubsidieerd aan staatspapieren. Pas dan kan het effect hebben, zegt de heer Knot. De vraag gaat juist over de 50% andere beleggers, waarvan 40% in het buitenland zit. Als je die staatsobligaties opkoopt is het de vraag of die te koop zijn voor 60 miljard en of de andere beleggers bereid zijn om die te kopen. Zo nee, wat gebeurt er dan? Dan haalt u de target niet. Als die beleggers, die buitenlandse instanties, die verkocht hebben, is het nog maar de vraag of die ooit nog iets terugdoen voor Nederland of voor de eurozone. Dat is vooral het geval als ze negatieve

rentes moeten betalen. Dan kijken ze een deurtje verder. De vraag is hoe effectief het is als die 50% staatsobligaties alleen gekocht worden bij die partijen in het buitenland, andere partijen dan Nederlandse, en hoe groot de kans is dat het überhaupt weer terugkomt in de reële economie van de eurozone of van Nederland.

De heer **Knot**: Ik denk dat dit allemaal volstrekt terechte punten zijn, die ik ook zelf aan een andere tafel weleens heb opgebracht. Wat betreft het eerste deel van de vraag: iedere verkoper heeft zijn prijs. Uiteindelijk gaan we deze obligaties vinden, maar we moeten ons de vraag stellen welke prijs we moeten geven om die inderdaad in deze hoeveelheid te krijgen. Uiteindelijk is er altijd een prijs waar je voldoende verkopers voor gaat vinden. De vraag is of je zo ver wilt gaan en hoe je dat op een slimme manier doet om de kosten toch nog enigszins beheersbaar te houden. Over het tweede deel van de vraag kan ik heel weinig zinnigs zeggen. Ik kan niet in de hoofden kijken van wat degenen die ons die obligaties wel zullen verkopen en die daarvoor in de plaats cash van ons krijgen, met die cash zullen doen. Daar hebben we geen enkele controle over. Daarover zullen zij ook gewoon een afweging maken tussen risico en rendement. Het is moeilijk om daarover van tevoren bepaalde uitspraken te doen. Dat is een van de onzekerheden waarmee dit hele programma gepaard gaat.

De heer **Tony van Dijck** (PVV): Ik heb net de Nederlandse situatie geschetst, maar houd ditzelfde verhaal nu eens voor Italië. De Italiaanse banken zitten vol met staatsobligaties en hebben zelfs LTRO (long-term refinancing operations) 1.000 miljard geleend om die te kunnen kopen. Nu, drie jaar later, loopt die LTRO af en willen zij van die staatsobligaties af. Zij hebben wel graag cash. Voor de Nederlandse banken maakt het niet uit of ze cash of staatsobligaties hebben, maar de Italiaanse banken snakken naar cash. Geldt daarvoor hetzelfde verhaal als voor de Nederlandse situatie?

De heer **Knot**: Dat zal van bank tot bank verschillen, maar ook de Italiaanse banken zullen aan dezelfde toezichteisen moeten voldoen als de Nederlandse banken. Dus zij zullen ook aan de liquiditeitseisen moeten voldoen waarvan het bezit van staatsobligaties een belangrijk deel uitmaakt. Ook zij zullen niet geheel vrij zijn in de mogelijkheid om staatsobligaties te kunnen verkopen. Het zal moeten blijken of zij wat meer eager zijn om wel die staatsobligaties te verkopen. Als dat zo is, zal mijn collega van de bank in Italië deze obligaties waarschijnlijk iets goedkoper kunnen kopen, want hij zal waarschijnlijk wat minder zijn best hoeven te doen om hen over de streep te trekken om die te verkopen. Dat zal echter van bank tot bank verschillen. Het is moeilijk om daar op voorhand generieke uitspraken over te doen.

De **voorzitter**: Dank u wel. Hiermee ronden we deze hoorzitting af. Ik dank de heren Knot en Van Els hartelijk voor hun komst naar de Kamer en voor de heldere toelichting.

Sluiting 16.13 uur.